

春秋航空股份有限公司

公开发行 2016 年公司债券（第一期）

## 跟踪评级报告

主体信用等级： AA<sup>+</sup> 级

16 春秋 01： AA<sup>+</sup> 级

评级时间： 2017 年 5 月 23 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

编号：【新世纪跟踪[2017]100105】

存续期间 16 春秋 01：5（3+2）年期 23 亿元人民币，2016 年 06 月 02 日-2021 年 06 月 02 日

16 春秋 01	本次		前次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
	AA+/稳定/AA+	2017 年 05 月	AA+/稳定/AA+	2016 年 05 月

## 主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
<b>发行人母公司数据：</b>				
货币资金	19.83	20.16	28.05	13.54
刚性债务	45.97	56.46	103.18	100.53
股东权益	35.50	65.04	71.85	74.66
经营性现金净流入量	11.09	14.46	22.72	-16.96
<b>发行人合并数据及指标：</b>				
总资产	112.61	160.29	196.47	190.21
总负债	77.08	94.89	123.23	113.94
刚性债务	56.44	63.42	92.40	88.36
所有者权益	35.53	65.40	73.23	76.27
营业收入	73.28	80.94	84.29	25.71
净利润	8.84	13.28	9.51	3.03
经营性现金净流入量	10.76	16.10	20.40	-0.15
EBITDA	16.82	23.36	21.46	—
资产负债率[%]	68.45	59.20	62.72	59.90
权益资本与刚性债务 比率[%]	62.95	103.13	79.26	86.31
流动比率[%]	69.29	85.65	129.05	137.53
现金比率[%]	56.91	62.15	90.15	109.65
利息保障倍数[倍]	7.47	9.44	3.87	—
净资产收益率[%]	28.09	26.31	13.71	—
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	17.06	18.73	18.70	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-21.05	-20.73	-27.98	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.34	11.48	5.32	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.39	0.28	—

注：根据春秋航空经审计的 2014-2016 年财务数据以及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

## 分析师

莫燕华 张佳

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
 Tel: (021)63501349 63504376  
 Fax: (021)63500872  
 E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)  
<http://www.shxsj.com>

## 跟踪评级观点

跟踪期内，春秋航空主营业务航空运输发展稳健，营业收入稳步增加。但由于机队和人员扩大，导致公司运营成本上升，盈利能力有所减弱。公司负债规模有所扩大，负债经营程度有所上升，但刚性债务以中长期刚性债务为主，且主营业务资金回笼能力较强，货币资金充裕，即期偿付压力不大。

- 跟踪期内，我国航空业旅客周转率保持增长，春秋航空作为国内低成本航空业领跑者，主营业务航空运输发展稳健，营业收入稳步增加。公司实行低成本模式管理运营，经营管理效率较高，综合竞争力保持较强。
- 跟踪期内，春秋航空定期航班数量大幅增加，增加了公司的航空运输业务量。但公司下半年集中投放运力，产生航线调整问题，造成短期供给压力，且 2016 年航油价格有所回升，各项单位成本有所上升，削弱了公司一定的盈利能力。
- 跟踪期内，春秋航空机队规模和员工数量持续扩大，且未来三年公司仍有大规模机队扩充计划，公司面临的资本性支出压力较大。
- 跟踪期内，春秋航空董事长变更，核心管理人员的管理能力以及对公司的影响需持续关注。
- 跟踪期内，春秋航空向员工实施限制性股票激励计划，公司股本有所增加。但公司未分配利润占所有者权益的比例仍较高，资本结构稳定性依然较弱。
- 跟踪期内，春秋航空经营性现金流状况良好，主营业务现金回笼能力较强，且货币资金较为充裕，能为即期债务偿付提供一定保障。
- 跟踪期内，人民币对外币汇率波动较大，春秋航空拥有较大金额的美元负债和日元负债，汇率波动对公司经营业绩产生一定影响。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 跟踪评级报告

按照春秋航空股份有限公司（以下简称“春秋航空”、“该公司”或“公司”）公开发行 2016 年公司债券（第一期）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据春秋航空提供的经审计的 2016 年度财务报表、2017 年第一季度未经审计的财务报表以及相关经营数据，对春秋航空的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论。

### 一、债券发行情况

经该公司 2016 年第二届董事会第十八次会议审议，并经 2016 年第一次临时股东大会决定批准，公司向中国证监会申请发行不超过 23.00 亿元公司债券，且公司于 2016 年 6 月发行了期限为 5（3+2）年期的春秋航空股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）（简称“16 春秋 01”），发行规模为 23.00 亿元，用于偿还银行借款以及补充流动资金。

截至 2017 年 3 月末，该公司已发行尚未到期债券余额为 23.00 亿元。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	发行利率 (%)	起息日	到期日
16 春秋 01	23.00	3.65	2016-06-02	2021-06-02

资料来源：Wind 资讯

### 二、跟踪评级结论

#### （一） 公司管理

跟踪期内，该公司在管理制度和部门设置等方面均未发生重大变化。2016 年 9 月 28 日，公司股东大会批准，根据《关于〈春秋航空股份有限公司第一期限制性股票激励计划〉及其摘要的议案》的规定，公司技术骨干员工共 30 人申购共计 58 万股的股份。该次申购占总股本的比例 0.0725%。公司增资后股本为 80058.00 万元人民币，本次授予的 58 万股限制性股票于 2016 年 11 月 21 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司完成登记。2017 年 3 月 29 日，王正华辞去公司董事长一职，经公司董事会选举，其子王煜担任公司新任董事长，选举前副总经理王志杰为公司总经理。公司法人代表变更为王煜。截至 2017 年 3 月末，

公司注册资本为 8.01 亿元，上海春秋国际旅行社（集团）有限公司（以下简称“春秋国旅”）仍持有公司 62.95% 股份，为公司控股股东；王正华持有春秋国旅 35.70% 的股权，为春秋国旅的第一大股东；王正华仍为公司的实际控制人。公司产权状况详情见附件一。

跟踪期内，该公司合并报表范围发生变化，新增两家全资子公司，即春秋航空技术发展江苏有限公司（以下简称“春秋技术发展”）、上海春秋置业有限公司（以下简称“春秋置业”）。公司于 2016 年 4 月 27 日以现金 500 万元人民币出资设立全资子公司春秋技术发展，2016 年实现营业收入 131 万元；于 2016 年 6 月 27 日，以现金 20 万元出资设立全资子公司春秋置业。

## （二） 区域经济环境和行业发展

航空运输行业周期性明显，2016 年以来，在以旅游出行为主的休闲需求增加等因素带动下，航空旅客周转量仍保持较快增长。

航空运输业具有明显的周期性特征，其发展对宏观经济环境具有较高的依赖度。根据国家统计局初步核算数据，2016 年全年我国国内生产总值为 744127 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%，增速较 2015 年继续下降 0.20 个百分点。但随着我国居民可支配收入的持续增长以及在以旅游出行为主的休闲需求增加等因素的驱动下，我国航空运输量仍保持较高的增长速度。2016 年，我国航空运输业共完成运输总周转量 960.9 亿吨公里，同比增长 12.8%，其中国内航线 621.0 亿吨公里，同比增长 11.1%，国际航线 339.8 亿吨公里，同比增长 16.1%；完成旅客运输量 4.88 亿人次，同比增长 11.8%，其中国内航线 4.36 亿人次，同比增长 10.7%，国际航线 0.52 亿人次，同比增长 22.7%；完成货邮运输量 666.9 万吨，同比增长 6.0%，其中国内航线 473.6 万吨，同比增长 7.0%，国际航线 193.3 万吨，同比增长 3.4%；飞机平均日利用 9.4 小时，正班客座率 82.7%，较上年同期提高 0.6 个百分点。

图表 2. 近年来我国民航业发展概况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
期末定期航班航线数 (条)	2876	3142	3326	-
期末定期航班国内通航城市数 (个)	188	198	204	-
期末行业运输飞机在册数 (架)	2145	2370	2650	-
运输总周转量 (亿吨公里)	671.72	748.12	851.65	960.90
旅客运输量 (万人次)	35397	39195	43618	48776
货邮运输量 (万吨)	561.30	594.10	629.30	666.90
飞机平均日利用率 (小时/日)	9.53	9.51	9.49	9.40
正班客座率 (%)	81.10	81.40	82.10	82.70
正班载运率 (%)	72.20	71.90	72.20	72.80

数据来源: 中国民用航空局

我国航空运输业目前形成以中国国航、东方航空、南方航空和海南航空四家大型航空公司为主的竞争格局, 行业集中度较高, 但随着航空投资体制改革的推进和市场准入制度的放开, 以春秋航空、吉祥航空等为代表的民营企业陆续进入航空运输领域, 行业内竞争程度有所加剧。此外, 随着我国高铁网络的不断完善, 航空公司运营的部分短途航线面临较大的分流压力。

作为公共交通运输体系重要的组成部分, 我国航空运输业在企业设立、飞机购买、航线开设及关闭等方面受到国家发改委和民航局等政府部门的管制程度较高。目前我国航空运输业形成了以中国国航、东方航空、南方航空和海南航空四家大型航空公司为主的竞争格局, 行业集中度较高, 行业内竞争程度虽受市场准入放开不断加深, 但由于航空业属资本密集型行业, 且经营对航线和时刻等资源依赖度高, 四家大型航空公司凭借较雄厚的资本实力以及在航线和时刻等稀缺资源的先入优势, 行业内竞争地位相对稳固。但随着航空投资体制改革的推进和市场准入制度的放开, 以春秋航空、吉祥航空、华夏航空等为代表的民营企业陆续进入航空运输领域, 加之乌鲁木齐航空、北部湾航空、福州航空、九元航空、江西航空、桂林航空、龙江航空等区域性航空公司的正式开航以及国外航空公司积极加大对我国国内航空运输市场的渗透, 我国中小型航空公司行业竞争压力不断加大。

2016 年, 航空行业内企业运力投放增速有所差异, 但从运力投放区域来看, 大多航空公司均加大了对国际航线的运力投放。从四家大型航空公司运力投放情况来看, 海南航空运力投放增速较高, 2016 年可用座公里达到 931.66 亿, 同比增长 24.04%, 其中国内可用座公里为 727.22 亿, 同比增长 17.73%, 国际可用座公里为 197.37 亿, 同比增长 57.15%;

南方航空、中国国航运力投放增速相对较慢，2016年可用座公里分别达2559.88亿和2230.51亿，同比分别增长8.65%和8.50%，其中国内可用座公里分别为1796.54亿和1396.89亿，同比分别增长4.39%和5.40%，国际可用座公里分别为721.40亿和840.23亿，同比分别增长22.79%和15.80%，2016年末南方航空仍为我国航空领域运力最强的航空公司；东方航空2016年可用座公里为2062.49亿，同比增长13.50%，其中国内可用座公里为1294.56亿，同比增长7.00%，国际可用座公里为711.81亿，同比增长28.80%。

图表3. 航空运输行业主要上市公司经营数据

主体简称	机队规模 (架)		可用座公里 (百万)		收入客公里 (百万)		客座率 (%)	
	2015年末	2016年末	2016年	同比增长 (%)	2016年	同比增长 (%)	2015年	2016年
中国国航	590	625	223050.80	8.50	188136.90	9.60	79.93	80.70
东方航空	551	581	206249.34	13.50	167523.15	14.50	80.50	81.22
南方航空	667	702	255987.51	8.65	206091.95	8.71	80.50	80.51
海南航空	202	238	93165.92	24.04	81804.74	23.50	88.19	87.81
春秋航空	52	66	27004.38	13.06	24760.31	11.66	92.84	91.69
吉祥航空	55	65	25786.00	23.08	22096.67	23.83	85.17	85.69

数据来源：上市公司公开资料，新世纪评级整理

近年来，我国高铁网络不断完善，受益于票价较低、准点率较高等因素，高铁对800公里以内的短途航空运输替代效应明显，航空公司部分短途航线面临较大的分流压力。但目前我国高铁投资已进入稳步发展阶段，并形成相对成熟的路网结构，加之航空公司也通过对自身航线网络布局进行结构性调整以应对高铁分流，中长期来看，高铁对航空公司的竞争分流压力将逐渐减弱。

2016年以来，航油价格仍维持低位运行，有利于航空公司进行成本控制，但另一方面，人民币出现较大幅贬值，航空公司面临较大的汇兑损失风险。

燃油成本是航空公司的主要成本之一。我国成品油价格形成机制改革以来，成品油价格与国际原油价格的联系愈加紧密。近年来，受世界经济、美元汇率、地缘政治等多种因素的影响，国际原油价格经历了较大幅度的波动，导致航空煤油价格也随之波动，对航空公司运营成本控制形成较大影响。根据国家发改委和中国民用航空总局（简称“民航局”）于2009年11月11日联合发布的《关于建立民航国内航线旅客运输燃

油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》(发改价格[2009]2879号),我国燃油附加自2009年11月14日起与国内航空煤油综合采购成本实行联动,并由航空公司在规定范围内自主确定具体收取标准,一定程度上缓解了国内航空公司在油价上涨时的成本压力。而2014年以来,国内航空煤油综合采购成本受国际原油价格下跌而持续下降,相应地,国内航线燃油附加最高收取标准也经历多次下调,并于2015年2月5日起停止征收燃油附加费。2015年,我国燃油价格仍维持低位运行,并于三季度再次进入下跌通道,受益于此,航空公司2015年毛利率同比均出现较大幅度提升,经营业绩得到改善。2016年以来,燃油价格较年初小幅上升,但整体仍处于相对低位,有利于航空公司控制经营成本。

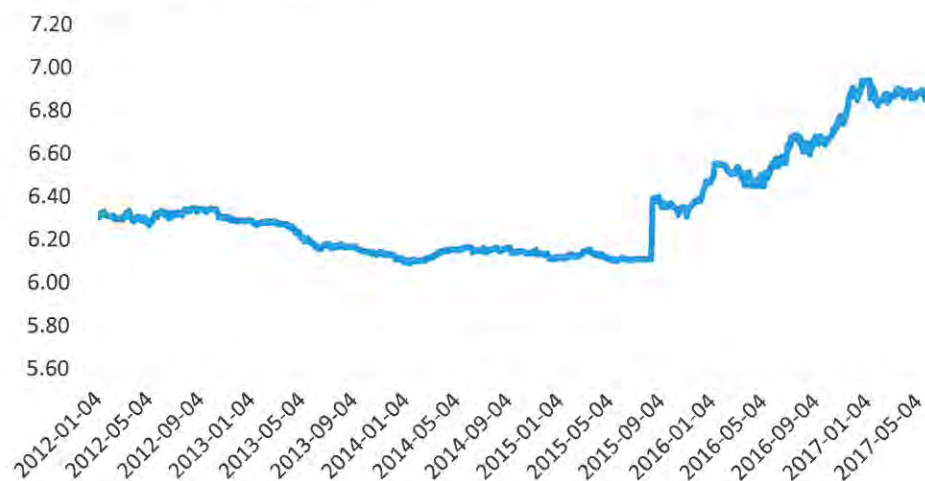
图表 4. 航空煤油出厂价格 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind 资讯

此外,由于运营的飞机大多从境外购买和租赁,加之国际航线于国外机场采购航油等需求,我国航空公司存在较大规模的外币负债,汇率波动将使航空公司产生较大额汇兑损益,进而影响航空公司经营业绩。2015年8月以来,受完善人民币兑美元汇率中间价报价规则、国内产业资本海外并购加速以及美联储加息等影响,人民币持续较大幅贬值,航空公司面临较大的汇兑损失。鉴于此,航空公司开始通过提前偿还美元债务、调整不同币种的外币债务结构等方式缓解汇率波动风险,但从中长期看,国际宏观经济环境仍较复杂,影响人民币汇率涨跌因素将交互发力,航空公司汇率风险控制压力将不断加大。

图表 5. 美元兑人民币汇率



数据来源：Wind 资讯

我国低成本航空目前市场渗透率较低，随着国家对低成本航空支持政策的不断推进及低成本模式的日渐成熟，低成本航空具有较广阔的发展空间。

低成本航空主要通过提高经营效率等方式压缩经营成本，使票价具有一定的价格优势，其商业模式具有“两单两高”特征，即单一机型、单一客舱布局、高飞机利用率和高客座率，从而增强了相应航空公司的盈利能力。低成本航空在商业模式、客户定位、航线网络等方面有别于传统网络型航空公司，能与之形成优势互补。低成本航空的发展对加快行业转方式、调结构的步伐，带动区域经济增长具有重要作用，也有助于加快推进航空大众化战略的实施。为鼓励低成本航空发展，我国近期出台了多项扶持政策。根据《中国民用航空发展第十三个五年规划》，“十三五”时期（2016年至2020年），我国民航业力争在公共服务和新消费领域取得突破：首先要大力推广短途运输，满足支线航空难以到达、交通不便的偏远地区交通出行需求。该规划的主要目标是，到2020年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代民用航空系统，满足国家全面建成小康社会的需要。通用航空蓬勃发展作为六个主要目标之一，基础设施将大幅增加，标准体系基本建立，运营环境持续改善，服务领域不断扩展。通用机场达到500个以上，通用航空器达到5000架以上，飞行总量达到200万小时。

全球第一家低成本航空公司美国西南航空公司于1971年设立，其成功引发了航空运输业的低成本革命，欧洲和亚太地区也相继出现了以瑞安航空、亚洲航空为代表的区域性低成本航空公司。随着低成本航空



经营模式的逐步成熟及市场认可度的不断提高，低成本航空公司在近十年取得了快速发展，亚太地区增速尤为突出。根据亚太航空中心统计，2001年至2016年，全球低成本航空的市场份额从8.0%提高至25.7%，亚太地区的市场份额更是从2001年的1.1%攀升至2016年的26.5%，但与美国和欧洲等成熟航空运输市场的市场渗透率相比，低成本航空公司在亚洲仍具有较大的发展空间，以中国、日本为代表的东北亚地区市场潜力正在逐渐显现。

目前国内低成本航空公司主要包括两类，一类是独立成立的低成本航空公司，以春秋航空为代表；另一类由传统全服务航空公司成立低成本航空子公司或下属公司转型为低成本航空公司，包括九元航空有限公司、西部航空有限责任公司、中国联合航空有限公司和云南祥鹏航空有限责任公司等。目前我国低成本航空占市场份额为10.3%，低成本航空公司无论从数量还是市场份额来看仍然较少，但随着中国民航局出台进一步促进低成本航空发展的相关政策，以及国内需求的日益旺盛，未来市场前景广阔，潜力巨大。

### （三）业务运营

跟踪期内，该公司航空运力持续扩张，业务发展稳健，公司大力发展国际业务，带动收入稳步增长，发展势头较好。公司营业收入主要来自航空客运，2016年以来，由于公司机队规模扩充较快，经营效率略有下降，削弱了公司主营业务的盈利能力。

该公司主要从事航空运输业务，是我国首家低成本航空公司，经营模式较为成熟，运营管理经验丰富。跟踪期内，公司航空运力持续扩张，通航点和定期航班班次稳步增加，公司营业收入稳步增加。航空运输仍然是公司的主营业务，2016年公司实现航空运输业务收入79.72亿元，较上年增加3.95%，主要是国际业务收入较2015年增长26.28%至30.32亿元，而同期国内业务量有所减少，同期公司实现国内业务收入45.96亿元，较上年同比减少5.50%。2016年，公司实现营业毛利率为12.80%，较上年下降7.31个百分点，主要系航油价格上升，且公司机队扩充、运力集中投放产生航线调整问题，造成短期供给压力，经营效率有所降低，各块成本增加所致。2017年第一季度，公司实现航空运输业务收入24.56亿元，较上年同期增加23.67%，营业毛利率为12.48%，较上年同期减少12.07个百分点。

图表 6. 2014 年以来公司营业收入构成及变化趋势 (单位: 亿元, %)

业务	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度		2016 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
航空客运	69.44	94.77	75.76	93.60	78.88	93.58	24.34	94.67	19.68	94.23
航空货运	0.96	1.32	0.94	1.16	0.84	1.00	0.22	0.86	0.18	0.87
其他	2.87	3.91	4.24	5.24	4.57	5.42	1.15	4.47	1.03	4.91
合计	73.28	100.00	80.94	100.00	84.29	100.00	25.71	100.00	20.89	100.00
营业毛利率	14.78		20.11		12.80		12.48		24.55	

数据来源: 春秋航空

2016 年, 该公司航空客运业务收入占公司营业收入的 93.58%。同期, 公司完成旅客周转量 247.59 亿人公里, 运输旅客 1423 万人, 较 2015 年分别增加 11.65%和 9.55%; 2017 年第一季度, 公司完成旅客周转量 74.05 亿人公里, 运输旅客 415 万人, 较 2016 年第一季度分别同比增长 26.34%和 25.76%, 业务量稳定增长, 平均客座率保持在 90%以上。公司凭借较低的价格优势及充分有效利用现有运力, 公司平均客座率和飞机日平均利用小时均保持在行业较高水平。

图表 7. 2014 年以来公司航空客运业务主要经营数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年第一季度
可用座位公里数 (ASK) (万人公里)	1963029	2388518	2700438	795089
旅客周转量 (RPK) (万人公里)	1826998	2217554	2475905	740529
旅客运输量 (万人)	1145	1299	1423	415
平均客座率 (%)	93.07	92.84	91.69	93.14
行业平均客座率 (%)	81.40	82.20	82.70	-
飞机日平均利用小时	11.26	11.15	10.70	11.20
行业飞机日平均利用小时	9.51	9.50	9.40	-

数据来源: 春秋航空

该公司以上海虹桥和上海浦东机场为主要枢纽基地, 逐步形成以华东上海为核心、以东北沈阳、华北石家庄、华南深圳为战略支撑点的国内航线网络布局, 并辅以日本大阪、韩国济州境外过夜航站, 形成背靠我国大陆、面向东北亚地区市场辐射和发展的市场布局。2016 年末, 公司运营航线和航班班次大幅增加, 同期末, 公司运营航线 164 条, 较上年末增加 50 条, 定期航班班次 1888 个/周, 较上年末增加 485 个/周, 公司业务量大幅增加, 同时也带来一定的管理压力。截至 2017 年 3 月末, 公司运营航线共 162 条, 较 2016 年末减少两条, 为调整航线所致; 其中国内航线 93 条, 国际航线 62 条, 港澳台航线 7 条, 通航城市 81 个, 定期航班班次 2002 个/周。

图表 8. 2014 年末以来公司航线拓展情况<sup>1</sup>

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
运营航线 (条)	81	114	164	162
通航城市 (个)	60	84	87	81
定期航班班次 (个/周)	1385	1403	1888	2002

数据来源: 春秋航空

跟踪期内, 该公司航空运力持续扩张, 机队规模进一步扩充。2016 年, 公司自购飞机 14 架, 合计支付 21.86 亿元, 有一定的资本性支出压力。2016 年, 公司引入客机直到 6 月方得以交付, 下半年运力集中投放产生航线调整问题, 造成短期供给压力。截至 2017 年 3 月末, 公司合计运营飞机 68 架, 其中自购 37 架, 融资租赁 1 架, 经营租赁 30 架, 平均机龄为 3.74 年, 成新率较高。未来公司将进一步扩充机队规模, 2017-2019 年公司计划购买 17 架飞机以及增加 10 架经营租赁飞机, 计划支出 109 亿元。

图表 9. 2014 年末以来公司机队构成情况 (单位: 架)

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
自行保有	12	19	35	37
融资租赁	4	3	1	1
经营租赁	30	30	30	30
合计	46	52	66	68

数据来源: 春秋航空

跟踪期内, 该公司散客机票销售以网站直销和移动互联网直销为主, 并结合第三方线上代理进行销售; 线下销售则主要通过控股股东春秋国旅及其控股子公司, 以及第三方的各营业网点代理销售, 少部分机票则通过公司机场柜台和自营营业部进行销售。公司非散客机票销售主要为向春秋国旅和其他非关联方提供的包机包座业务。2016 年, 公司向春秋国旅及其子公司提供包机包座业务实现业务收入 21.52 亿元, 较上年增加 23.89%, 占当期营业收入的比例为 25.54%; 向春秋国旅及其子公司机票代理销售业务 0.16 亿元, 较上年减少 46.80%, 占当期机票销售代理费用的 59.48%。2016 年, 公司电子商务销售比例为 89.15%, 线下销售比例为 10.85%; 直销比例为 72.08%, 代理销售比例为 20.25%。截至 2016 年末, 公司共有员工 5617 人, 较上年末增加 987 人; 其中, 飞行员 831 人, 乘务员 (含兼职安全员) 1141 人, 分别较上年末增加 117 人和 99 人, 机组人员规模增幅较大, 带来一定的成本和管理压力。

跟踪期内, 该公司航空货运业务仍以国内货运为主, 业务规模较小,

<sup>1</sup> 通航城市和经营航线数目不包含已开通但未于当年末经营的通航城市及航线。

收入贡献度较低。2016 年度和 2017 年第一季度，公司航空货运分别实现业务收入 0.84 亿元和 0.22 亿元，分别较上年同期同比减少 10.64% 和增长 22.22%。

跟踪期内，该公司其他业务收入主要是佣金收入和航空辅助业务收入，占营业收入的比例较小，但能为公司利润提供重要补充。2016 年和 2017 年第一季度，公司其他业务分别实现营业收入 4.57 亿元和 1.15 亿元，分别较上年同期同比增长 7.78% 和 11.65%。

#### （四）财务质量

普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2014 年至 2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则。

2016 年 9 月，该公司股东大会通过决议，拟非公开发行 A 股股票不超过 9151 万股，价格不低于 43.71 元/股。2016 年 10 月 14 日，公司收到证监会下发的《中国证监会行政许可申请受理书》，其对本次非公开发行 A 股股票申请予以受理。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 196.47 亿元，负债总额为 123.23 亿元，所有者权益为 73.24 亿元；2016 年度公司实现营业收入总计 84.29 亿元，净利润 9.51 亿元，经营活动产生的现金流量净额 20.40 亿元。

截至 2017 年 3 月末，该公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为 190.21 亿元，负债总额为 113.94 亿元，所有者权益为 76.27 亿元；2017 年第一季度公司实现营业收入总计 25.71 亿元，净利润 3.03 亿元，经营活动产生的现金流量净额 -0.15 亿元。

2016 年，该公司主营航空运输业务发展稳健，营业收入规模较上年增加 10.45% 至 84.29 亿元。但由于主营业务成本增加，主营业务对净利润的贡献有所缩减，公司营业毛利率同比减少 7.31 个百分点至 12.80%。公司航空运输业务成本主要由航油成本、飞机及发动机租赁折旧费用、员工工资及福利以及起降费用构成。2016 年，公司飞机日平均小时为 10.70 小时，飞机利用率较上年有所下降，对成本的摊薄有所下降。2016 年航油价格仍处于低位，但较上年有所上涨，且由于机队规模扩充，人员增加，飞行班次增加，各项成本有所上升，其中员工工资较 2015 年增加 33.63%，折旧及租赁费用增加 15.96%，起降费用增加 21.37%。公

公司于 2016 年上半年计划引入客机，但直到 6 月才得以交付，下半年运力集中投放，产生航线调整问题，造成了短期供给压力，且第四季度为航空业传统淡季，2016 年第四季度，公司实现营业收入 18.71 亿元，净利润为-2.19 亿元，呈亏损状态。

**图表 10. 2015-2016 年公司主营业务主要成本构成情况（单位：亿元）**

项目	2015 年	2016 年	2016 年较上年 变动比例 (%)
航油成本	19.41	18.81	-3.12
飞机及发动机租赁折旧费用	11.46	13.29	15.96
工资及福利费用	10.38	13.86	33.63
起降费用	11.46	13.91	21.37
维修成本	4.01	4.14	3.07
飞行员培训及补偿	1.23	1.52	23.36
民航建设基金	2.15	2.33	8.24
其他成本	3.74	4.78	27.83
<b>合计</b>	<b>63.84</b>	<b>72.64</b>	<b>13.78</b>

数据来源：春秋航空

2016 年，该公司期间费用同比增长 18.94%至 6.92 亿元，期间费用率较上年上升 1.02 个百分点至 8.21%，其中，销售费用、管理费用和财务费用分别占比 37.23%、27.20%和 35.57%。由于公司发行债券，增加了刚性债务规模，利息支出大幅增加 98.39%至 4.04 亿元，且汇兑损失费用同比增加 18.00%至 0.93 亿元，以致当年财务费用同比增长 59.47%至 2.46 亿元。公司能持续获得政府较大规模的补贴支持，公司营业外收入能对盈利提供较好的补充。2016 年，公司获得的政府补贴为 9.03 亿元，其中航线补贴为 6.61 亿元，较上年减少 18.47%，主要系石家庄机场补贴款未达到确认条件；财政补贴为 2.41 亿元，较上年增加 2.03 亿元，为地方政府机构给予的专项扶持资金，主要系上海市长宁区政府的税收返还。2016 年，公司实现净利润 9.51 亿元，同比减少 28.42%。

2017 年第一季度，该公司实现营业收入 25.71 亿元，主营业务毛利率为 12.48%，盈利能力有所回升。同期，公司获取投资净收益 0.01 亿元，主要系对其子公司上海春秋中免免税品有限公司的投资收益情况较好，但对春秋航空日本株式会社的投资依然呈亏损状态。2017 年第一季度，公司营业外收入为 2.88 亿元，同期实现净利润 3.03 亿元，同比减少 17.40%。

2016 年末，该公司负债总额较上年末增长 29.86%至 123.23 亿元，资产负债率较上年末上升 3.52 个百分点至 62.72%，主要原因系当年成功发行金额 23 亿元的公司债券所致。公司负债结构有所调整，同期末

负债以非流动负债为主，占负债总额的比重较上年末上升 10.08 个百分点至 57.61%。

2016 年末，该公司流动负债余额为 52.24 亿元，主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、预收款项、应付账款和其他应付款构成，期末占比分别为 36.26%、23.07%、18.55%、6.23%和 6.04%。其中，一年内到期的非流动负债期末余额为 18.93 亿元，较上年末增加 85.06%，主要是一年内到期的长期借款余额为 16.86 亿元，较上年末增加 105.96%；同期末，短期借款为 12.05 亿元，较上年末减少 22.82%；预收款项为 9.69 亿元，较上年末减少 28.47%，主要是公司出售四架未交付的全新 A320 飞机，预收账款结转所致；其他应付款为 3.16 亿元，较上年增加 110.04%，系公司暂收石家庄机场航线补贴款，尚未确认补贴条件计入其他应付款所致。同期末，公司非流动负债余额为 70.99 亿元，较上年末增长 57.40%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，合计占非流动负债的比重为 96.12%。公司长期应付款主要是应付融资租赁款，期末余额为 6.72 亿元，较上年末减少 33.21%，主要系公司提前偿还融资飞机款项所致。受公司债券发行规模扩大影响，公司刚性债务规模也有所上升，同期末公司刚性债务余额较上年末增长 44.57%至 92.40 亿元；但公司刚性债务仍以中长期刚性债务为主，占刚性债务余额的比重为 67.43%，较上年末上升 7.30 个百分点。2016 年末及 2017 年 3 月末，母公司刚性债务分别为 103.18 亿元和 100.53 亿元，高于合并口径下刚性债务，主要系母公司向子公司春秋融资租赁（上海）有限公司融资租赁飞机，产生母公司应付融资租赁款，在合并口径中抵消所致。公司总体来看，跟踪期内公司债务规模有所扩大，但是公司刚性债务以中长期为主，即期偿付压力不大。

2016 年，该公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 17.01%至 112.20 亿元；营业收入现金率为 133.11%，同比上升 14.64 个百分点，公司主业现金回笼情况仍保持在较好水平，同期公司经营活动产生的现金流量净额为 20.40 亿元。2016 年，公司投资活动现金流出净额为 50.92 亿元，净流出规模较上年增加 50.09%，主要系公司支付结构性存款 10.75 亿元所致。公司可通过银行借款和发行债券等方式满足资金需求，2016 年公司筹资活动现金净流入 44.95 亿元，较上年增加 84.61%，主要系当年发行债券收到现金 22.85 亿元，且同期收到飞机预付款返还 24.04 亿元。

2016 年末，随着该公司经营积累的持续增加，再加上当年公司向员

工发行了 58 万股的股份，公司所有者权益余额较上年末增长 11.98%至 73.23 亿元，资本实力进一步增强。2016 年末，公司未分配利润为 46.24 亿元，占期末所有者权益的比例为 63.13%，较上年末增加 3.10 个百分点，仍处于较高水平；同期末，公司实收资本、资本公积和盈余公积合计占所有者权益的比重为 36.87%，公司资本结构稳定性较弱。

2016 年末，该公司资产总额较 2015 年末增长 22.57%至 196.47 亿元，仍以非流动资产为主。同期末，公司非流动资产余额较 2015 年末增长 9.70%至 129.05 亿元，主要由固定资产、在建工程和其他非流动资产，合计占非流动资产的比重为 94.47%。其中，固定资产余额为 96.70 亿元，主要为飞机、发动机以及模拟机等，较 2015 年末增长 65.06%，主要系当年飞机交付，在建工程转固定资产以及随机队规模扩大相应增长的其他固定资产所致，在建工程随之较上年末下降 61.09%至 16.68 亿元。同期末，其他非流动资产余额为 8.53 亿元，主要为经营租赁飞机大修储备金。

2016 年末，该公司流动资产余额较 2015 年末增长 58.08%至 67.41 亿元，主要由货币资金、其他应收款和预付款项构成，合计占流动资产的比重为 94.14%。同期末，公司货币资金余额为 47.09 亿元，其中受限货币资金为 0.31 亿元，主要为海关、信用证和银行保函的保证金，占比较小；公司期末货币资金包括 3.03 亿美金和 75.39 亿日元，期末折算人民币余额为 25.50 亿元，占货币资金总额的 54.15%。公司货币资金较为充裕，可动用货币资金能为即期债务到期偿付提供一定的保障。同期末，公司其他应收款余额为 14.16 亿元，较上年末增加 96.47%，主要是应收结构性存款余额增加 8.55 亿元至 10.75 亿元。

2017 年 3 月末，该公司资产总额小幅减少 3.18%至 190.21 亿元，其中非流动资产占比为 69.01%。从资产构成来看，公司资产构成较 2016 年末未发生重大变化。

#### **(五) 公司过往履约情况**

该公司与国内多家银行合作关系稳固，间接融资渠道畅通。截至 2017 年 3 月末，公司共获各商业银行授信额度 256.73 亿元，其中尚未使用授信额度 215.69 亿元。同时，公司作为上市公司，具有一定的资本市场融资能力。

根据该公司提供的《企业信用报告》所载，截至 2017 年 02 月 06 日，公司无违约情况发生。截至 2017 年 3 月末，公司累计发行债券本

金余额为 23.00 亿元。

#### (六) 结论

跟踪期内，该公司在股权结构、管理制度和部门设置等方面均未发生重大变化。截至 2017 年 3 月末，春秋国旅仍为公司控股股东，王正华仍为公司实际控制人。

跟踪期内，该公司航空运力持续扩张，业务发展稳健，收入稳步增长，发展势头较好。公司营业收入主要来自航空客运，2016 年以来，由于航油价格小幅回升，且公司投放运力过于集中，产生航线调整问题，造成短期供给压力，导致各项营业成本增加，经营效率有所下降，削弱了一定主营业务盈利能力。

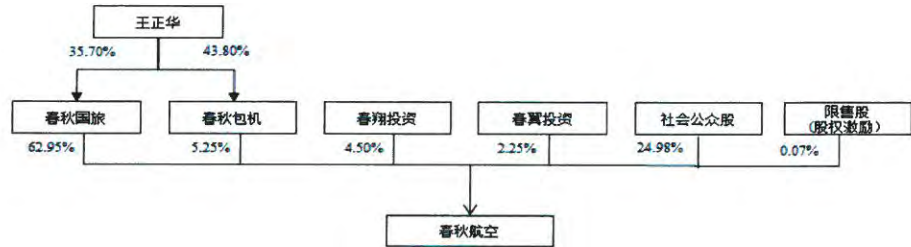
跟踪期内，该公司债务规模快速扩大，但是公司刚性债务以中长期为主，即期偿付压力不大。此外，公司的经营性现金流状况良好，主营业务现金回笼能力较强，货币资金存量较为充裕，能为债务的到期偿付提供一定的保障。

本评级机构仍将持续关注：(1) 全球及国内宏观经济形势的变化；(2) 低成本航空行业环境的发展形势；(3) 春秋航空基地建设以及行业竞争力情况；(5) 机队规模扩张后，春秋航空经营效率及管理能力的的发展；(6) 春秋航空后续资本性支出安排；(7) 春秋航空非公开发行 A 股股票进度。



附录一：

## 公司与实际控制人关系图



注：根据春秋航空提供的资料绘制（截至2017年3月末）

附录二：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额 [亿元]	112.61	160.29	196.47	190.21
货币资金 [亿元]	24.00	30.95	47.09	46.99
刚性债务[亿元]	56.44	63.42	92.40	88.36
所有者权益 [亿元]	35.53	65.40	73.23	76.27
营业收入[亿元]	73.28	80.94	84.29	25.71
净利润[亿元]	8.84	13.28	9.51	3.03
EBITDA[亿元]	16.82	23.36	21.46	—
经营性现金净流入量[亿元]	10.76	16.10	20.40	-0.15
投资性现金净流入量[亿元]	-24.04	-33.93	-50.92	2.12
资产负债率[%]	68.45	59.20	62.72	59.90
长期资本固定化比率[%]	118.39	106.46	89.48	89.09
权益资本与刚性债务比率[%]	62.95	103.13	79.26	86.31
流动比率[%]	69.29	85.65	129.05	137.53
速动比率 [%]	63.65	79.30	123.52	129.87
现金比率[%]	56.91	62.15	90.15	109.65
利息保障倍数[倍]	7.47	9.44	3.87	—
有形净值债务率[%]	245.74	157.23	180.69	159.67
营运资金与非流动负债比率[%]	-37.10	-15.84	21.38	22.63
担保比率	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	107.46	92.48	73.64	—
存货周转速度[次]	147.87	132.23	119.72	—
固定资产周转速度[次]	1.79	1.58	1.09	—
总资产周转速度[次]	0.77	0.59	0.47	—
毛利率[%]	14.78	20.11	12.80	12.48
营业利润率[%]	7.38	11.17	3.43	4.38
总资产报酬率[%]	14.23	14.08	8.76	—
净资产收益率[%]	28.09	26.31	13.71	—
净资产收益率*[%]	28.09	26.31	13.71	—
营业收入现金率[%]	119.57	118.47	133.11	110.06
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	33.40	35.02	39.99	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	17.06	18.73	18.70	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-41.20	-38.76	-59.83	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-21.05	-20.73	-27.98	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.34	11.48	5.32	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.39	0.39	0.28	—

注：表中数据依据春秋航空经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理计算。

附录三：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2 ]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2 ]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2 ]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初资产总计+期末资产总计)/2 ]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[ (期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2 ]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[ (期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2 ]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2 ]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初负债总额+期末负债总额)/2 ]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) / 2 ]

注1:上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2:刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3: EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录四：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。